

目次

1. M&A 錬金術疑惑	P 1
2. 確信犯	P 4
3. 投資事業組合	P 8
4. 実質支配基準	P 10
5. 虚偽記載疑惑	P 13
6. 粉飾決算	P 16
7. ホリエモン	P 24
8. 監査法人問題	P 28

本稿閲覧に際しての特段の注意

本稿は私的な閉鎖型経済研究会の限定会員の研究活動のために執筆されたものであり、他の目的のために本稿を利用することは出来ません。本稿は経済レポートの登録会員の閲覧のみの目的で作成されており、本稿を登録会員以外の閲覧のために転載したり複写することは出来ません。本稿はその内容中に多くの推論を含んでいますが、その推論は著者の推論であり、事実が推論と一致しているという保証はありません。本稿の購読に際しては読者自身が本稿による推論を検証していただくようお願い致します。また、言うまでもないことですが、本稿は特定の個人・組織体や団体を誹謗中傷することを目的とするものではありません。このレポートで取り上げた事例は現在事件化され捜査が行なわれていますが、本稿は本件における捜査当局ならびに容疑者のいずれの立場に立つものでもありません。本事例は、公表資料と公表財務諸表による財務分析研究事例として取り上げたものです。

1. M&A 錬金術疑惑

2006年1月16日（月曜日）の夜、ライブドアおよびその関連先が証券取引法違反容疑で東京地検特捜部の強制捜査を受けた。翌週の1月23日（月曜日）の夜にはライブドア社長の堀江貴文氏、財務担当取締役の宮内亮治氏、ライブドア・マーケティング社長の岡本文人氏及びライブドア・ファイナンス社長の中村長也氏の4名が東京地検特捜部により逮捕された。ライブドアは高々東証マザーズ市場に上場する一インターネット関連企業に過ぎないにもかかわらず、強制捜査以来日本のメディアは連日ライブドア関連の報道一色となっている。この強制捜査を受けてライブドアの株には2億株を超える売り注文が殺到し、翌17日（火曜日）以降6営業日連日のストップ安となり、25日にやっと155

円で取引が成立した。25日の株価は寄り付き後も下げ続け137円となり、さらに26日は113円の終値となった。17日の出来高は421百万株で、ライブドアの発行済株数が1,049百万株なのであるから、この日一日で発行済株数の40%が回転したことになる。事件発生直前16日のライブドアの終値が696円であったのであるから、僅か7営業日で541円の気配値のみの値下がりが継続していたのであり、この間の値下がり率は78%という驚異的なものとなる。18日（水曜日）にはライブドアの個人株主が信用取引の担保割れによる追加証拠金の調達のため一斉に持株の換金売りを行なったため、証券市場全体に大量の売り注文が殺到して、東京証券取引所の電算処理能力の限界を超えるという異常事態が発生した。このため東京証券取引所は前代未聞の取引時間内取引停止処置を取って世界の響きをかかった。正にライブドア・ショックが日本の資本市場を揺るがせる事態となっている。当経済レポートは経済理論的發展性のない社会事件の分析は行わないのであるが、ライブドア・ショックが資本市場全体にまで影響する事態となっているためこれを無視するわけにもいかず、急遽ライブドア問題について分析を行なうこととする。

ライブドアに対する容疑は証券取引法に基づく風説の流布・偽計取引罪（証券取引法第158条）と有価証券報告書の虚偽記載罪（証券取引法第197条第1項）である。風説の流布・偽計取引罪は最高刑が5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金であり、有価証券報告書の虚偽記載罪は5年以下の懲役若しくは3千万円以下の罰金となっている。容疑は二つであるため併合罪となり、併合罪の場合はその最も重い罪について定めた刑の長期にその二分の一を加えたものを長期とするため、この場合の最高刑は懲役7年半ということになる。執行猶予が認められるのは宣告刑が3年以下の懲役・禁錮または50万円以下の罰金の場合に限るため（刑法第25条）、最高が懲役7年半の併合罪ということになると当然に実刑の可能性のある重大犯罪ということになる。

これだけの重大犯罪の容疑であるから仮に容疑が晴れて無実であることが判明すればたいへんなことになってしまうのであるが、既にマスコミ各社はライブドアの堀江貴文元社長を犯罪者と決め付けたかのごとき報道をしている。しかしその割には、報道内容は情緒的で、容疑を裏付ける客観事実の報道に乏しい。新聞報道による容疑は、要するにライブドアのM&A戦略による連金術疑惑であり、その概要をつなぎ合わせてみると次のとおりである。

- (1) ライブドアはHS証券系列の証券系ファンドマネージャの運営による投資事業組合に出資を行なう。（投資事業組合出資）
- (2) この投資事業組合がネット関連企業を買収する。（企業買収）
- (3) 投資事業組合は買収したネット関連企業の株式とライブドア・マーケティング株式を交

換する。ライブドア・マーケティングはライブドアの子会社であるが、自身も東証マザーズ上場会社である。株式交換のためライブドア・マーケティングは投資事業組合に新株を発行する。(株式交換)

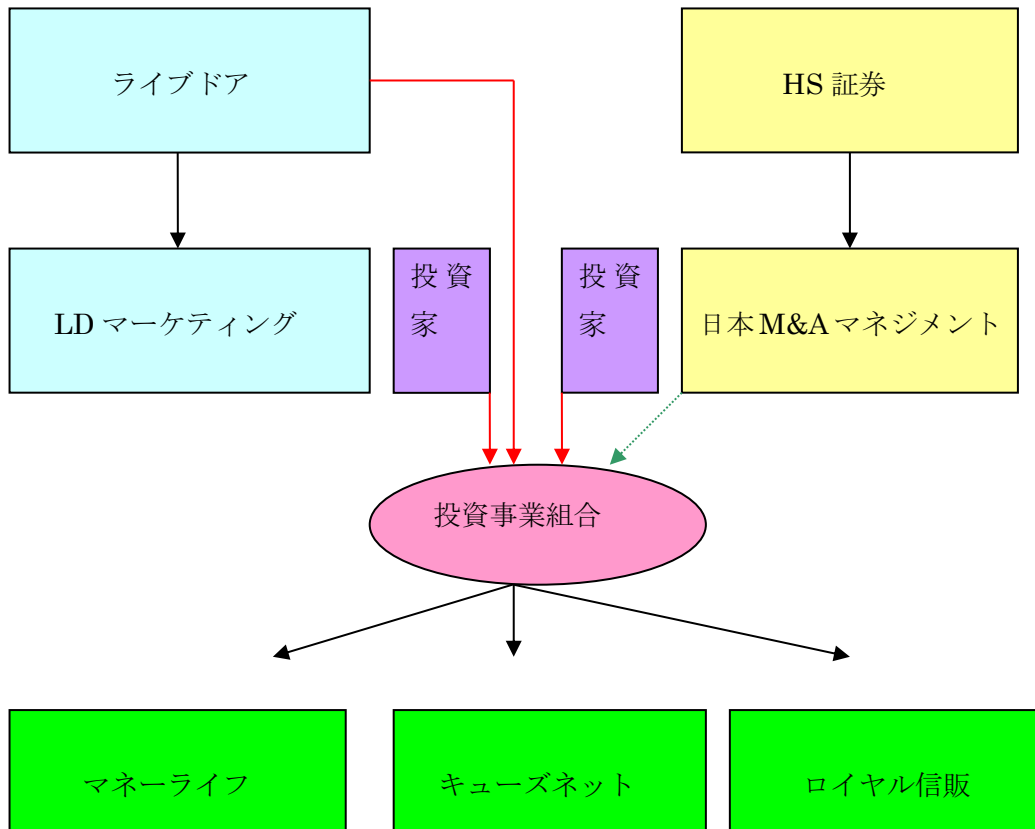
- (4) この段階でライブドア・マーケティングは投資事業組合が既にも買収したネット関連企業を自ら買収することを発表する。さらにライブドア・マーケティング自身の株式の分割を発表する。株価はこの M&A と株式分割を好感して大幅に上昇する。(株式分割)
- (5) 投資事業組合は株式交換により取得したライブドア・マーケティング株式を、海外のファンドに市場外取引で売却し売却益を得る。(市場外売却)
- (6) 投資事業組合で生じた売却益はライブドアに還流され、ライブドア並びにグループ会社の利益として付け替えられる。(資金還流)

新聞報道では連日様々な疑惑が紹介されているが、本日までにマスコミが報道した疑惑事例は次の6社の買収案件である。次表で投資事業組合の A は M&A チャレンジャー1号投資事業組合、B は JMAM サルベージ1号投資事業組合、C が VLMA 2号投資事業組合である。

No.	組合買収日	買収会社	事業内容	株式交換日	組合
1	03・11・19	クラサワ・コミュニケーションズ	携帯販売会社	04・03・15	A
2	03・12・15	ウェブキャッシング・ドットコム	ネット金融	04・03・15	A
3	04・02・05	トライン	人材派遣	04・03・15	A
4	04・08・30	ロイヤル信販	消費者金融	04・10・12	B
5	04・09・03	キューズネット	出会い系サイト	04・10・12	B
6	04・10・25	マネー・ライフ	情報誌出版	05・01・20	C

いずれの事例も極めて複雑なもので分りにくいですが、これらを分析すると全ての案件において上記の(1)投資事業組合出資(2)企業買収(3)株式交換(4)株式分割(5)市場外売却(6)資金還流という6段階の取引が含まれている。そしてこの6段階構成の疑惑の M&A が6取引行なわれている。ライブドアの疑惑は6×6の高度複雑系 M&A なのである。この疑惑の M&A の基本構造を図示すると次のとおりとなる。

ライブドアのM&A構造図



## 2. 確信犯

冷静になって上記の6段階の連続取引を見てみると、個々の取引自体はいずれもそれ自体違法性を問えるものとはいえない。ライブドアが(1) 投資事業組合出資を行なうことに何の支障もなく、その投資事業組合が事業として(2) 企業買収を行なうのは当たり前である。第三者の投資事業組合とライブドアあるいはそのグループ会社との間で(3) 株式

交換を行なうのは商法上当然に認められているのであり、ライブドアあるいはそのグループ会社が (4) 株式分割を行なうのも商法上何等の支障もない。また投資事業組合が投資有価証券を (5) 市場外売却して利益を得るのは本来の事業目的なのであり、得た利益を出資者であるライブドアに配当として (6) 資金還流するのもまた当たり前のことである。個々の取引に犯罪性がないのであるから、適法な6つの連続取引もまた一体として犯罪性がないことになる。すなわち、本件は客観的事実だけでは偽計取引・風説の流布の犯罪要件を構成することが出来ない。

そこで問題はこの6連続取引による M&A を実行するに際して、ライブドアに不当な利益を得たり、粉飾決算を行なおうとする主観的認識があったかどうかの一点にある。容疑者に犯意があったかどうかの認識が最大の問題とされる。この点について既に堀江貴文元社長は取引に問題はないと認識している旨の記者会見を行ない、また逮捕後も一貫して犯意を否認しているという。また、これらの M&A の計画を立案したとされる宮内亮治取締役は、当初は検察庁の取調に対して事実関係を大筋で認め、“問題はないと思っていた”と供述していた。(マスコミ報道では逮捕後は犯意を認め始めているらしい。) ライブドアは本件に関する社内調査を開始しているが、法人としての主観的犯意の認識は否定している。

この事件は客観証拠が弱いので、主犯格とされる堀江貴文容疑者が犯意を認めて自白を行なうとしても、少し時間がかかる。そこで状況証拠ということになるのであるが、状況証拠はライブドア側に一方的に不利である。まず事実としてライブドアはこれらの全ての M&A で数十億円(金額は報道機関により異なる)という膨大な確定利益を得ている。また、事実としてこれらの M&A による利益を原資として、ライブドアの連結決算は黒字となっている。問題とされているライブドアの2004年9月期の連結決算による経常利益は50億円であり、この年度に計上された M&A による利益がなかりせば、この経常利益は遥かに少なかったか、あるいは額によっては赤字であった可能性さえある。

また、ライブドアの6連続取引による M&A は客観事実だけから判断すると違法性が問えないといっても、(1) それぞれの取引と株価の上昇が密接に関連していること、(2) 投資事業組合の第三者性に疑義があること、(3) 株式分割の規模が法の想定外の超弩級のものであること、(4) 資金還流と決算会計処理が密接に関連していることからすると、少なくとも適法すれすれのグレーな取引の連続であることには異論がない。しかも、この人たちはこのようなグレーな M&A を大量・巨額かつ連続反復的に行なっているのである。

さらに動機の点でもライブドアは不利である。堀江元社長自身、散々マスコミや著書の中でその極端な拝金思想を開示している。テレビタレントとの派手な交遊や事業活動とは何等の関係もない政治活動も、動機の点では不利に評価されてしまう。また、問題となって

いる6個のM&Aが行なわれた2004年9月決算期は、ライブドアが近鉄球団の買収に乗り出し、その財務体質の脆弱性が指摘されていた時期とも合致する。偽計取引・風説の流布や粉飾決算の動機は充分すぎるくらいあったと考えるほうが自然なのである。

しかし一方で、これらの状況証拠や動機をもってライブドアや堀江元社長を責めることは、酷であると同時に非論理的でもある。ライブドアはもとより「法に触れない限りどんなことをしても金をもうける」ことを社是としている企業である。最近のマスコミ報道ではライブドアや堀江元社長が“金のためなら何でもする”と決め付け、これを企業倫理の欠落として一方的に糾弾しているが、これはいけない。ライブドアを擁護するつもりはないが、「法に触れない限りどんなことをしても金をもうける」という社是は悪くない。法を守り、法の許す限り企業利益の拡大のために最大限のことを行なうのは当然の企業家精神であり、この企業家精神がなければ資本主義市場経済は成立しない。現にマスコミも堀江元社長を新しい時代の経営者としてもてはやし、ほんの一月前には日本流行語大賞を授与したり、日本レコード大賞のプレゼンターにして賞賛していたではないか。国民もまた先の衆議院選挙において、堀江氏の人生とは何の関係もない広島6区の選挙区で堀江氏に大量の投票を行い、あわやのところで衆議院議員にすところだったではないか。仮に堀江氏がなにごとかの基準により倫理性に劣る人であったとしても、企業や経営者の倫理性は司法の場で裁くべきものではない。倫理を裁くのは社会規範なのであり、そもそも刑罰に倫理規定などない。

ライブドア並びに堀江氏にとって見ると、もとより意図的意識的にグレーなM&Aを大量・巨額かつ連続反復的に行なおうとしていたのであり、その結果巨額の利益を得たり高株価にすること自体が目的だったのであるから、これらの状況証拠や動機もまた彼らにとって当然のことなのである。彼らにすれば「だからそのどこが悪いのか？」ということになってしまう。堀江元社長が検察庁の取調に対して“事実関係はそのとおりであるが違法性はない”と供述しているというのは、当然のことなのである。この限りにおいて、本件が社会の疑惑を招くこと自体は彼らにとって想定内だったのであり、ただ強制捜査や逮捕という強硬手段を国家権力が発動したことだけが想定外の範囲外だったのであろう。本件に犯罪性が認定されるとすれば、容疑者は確信犯でなければならない。

なるほど疑惑は分った。堀江氏やライブドアの立場もそれなりに理解できる。マスコミが堀江氏並びにライブドアを、僅か1ヶ月の間に一転して忌まわしい犯罪人として決め付けた報道をしているので、ここにおいてまことに社会的公平性が保たれていないこと甚だしい。まるで魔女狩りであり村八分ではないか。全ての国民は日本国憲法の定めにより裁判において確定判決を受けるまでは無罪の推定を受ける。(日本国憲法31条、フランス人権宣言第9条)既に第31回経済レポートで論述したように、私自身は堀江氏並びにライブ

ドアの経営姿勢に批判的なのであるが、現段階では堀江氏を擁護するものが誰もいないのでやむを得ず（急に誰もいなくなった）、以下に堀江氏の立場からした容疑に対する弁明を記述する。

- (1) 本件においては投資事業組合がネット企業の当初買収を行なっている。投資事業組合は投資契約に基づく民法上の契約であり、株式会社ではない。そして投資事業組合の運営を行うのはライブドアとは全く資本関係のない HS 証券系の株式会社である。HS 証券は当然にライブドアと連結されないのであり、そこで運営される投資事業組合が投資活動としてネット企業の買収をしたからといって、それを投資事業組合の組合員に過ぎないライブドアの買収として開示することは事実とは異なる。少なくともそのような会計処理はありえない。
- (2) もとより投資事業組合は複数の出資者より出資を集め一定の投資ファンドをつくり、このファンドで M&A 投資を行なう。上記のように外観上投資事業組合はライブドアとは独立した第三者の認定を受けるため、ライブドア・マーケティング (LDM) と投資事業組合の取引は第三者取引となる。従って LDM が投資事業組合からネット企業の投資案件を買収するのは自由であり、LDM が買収した時がライブドア・グループの買収の時点となる。
- (3) 投資事業会社は買収した会社を LDM に転売する時、株式交換の手法により LDM 株式を対価として受け取っている。この LDM 株式はその後 LDM 株式の株式分割の発表により高騰しているが、株価の高騰は市場原理によるものであり、分割により株が上がったとしてもライブドアが悪いことにはならない。LDM 株式が上がったのであるから、その株に投資した投資事業組合がこれを売却して利益を得るのは当たり前のことである。もともと投資の転売による利益の追求のために投資事業組合はある。
- (4) LDM 株式は投資事業組合により第三者に転売され現金となり、この金が数十億円という単位でライブドアに還流したという。投資事業組合が投資の転売により利益を得て出資者に配当するのは当たり前のことであり、それが投資事業組合の目的である。投資事業組合からの資金還流を利用してライブドアの利益のかさ上げを行なったというが、利益が出たのであるからこれを経理処理することに不都合はない。

以上現在マスコミで報道されている証券取引法違反疑惑は、報道されている事実関係から見ると、ライブドア側に立っても全て説明可能である。既に述べたように状況証拠と動機はライブドア側に圧倒的に不利なのであるから、ここに“株価を上げたい”そして“利益を水増ししたい”という悪意の認識があったとすれば、堀江氏以下の容疑者は今後この

主観的認識に基づき起訴されることになる。従って、自白が大きい。逆に逮捕された堀江貴文元社長が頑として否認を貫けば、特捜も決して楽観できない。

### 3. 投資事業組合

客観的事実ではライブドア側に分がある。状況証拠と動機は圧倒的に不利である。そこで問題は犯意ということになるのであるが、犯意の認識など容疑者の心の中の問題であり第三者が窺い知れるものではない。そこで本件における取引を論理的に検証するため、本件M&Aの6段階取引を客観的な会計の仕訳として示し、個々に犯罪構成要素を検討することとする。

#### ライブドア

(1)事業組合出資	(借)事業組合出資金	100	(貸)現金預金	100
(2)企業買収	—	—	—	—
(3)株式交換	—	—	—	—
(4)株式分割	—	—	—	—
(5)市場外売却	—	—	—	—
(6)資金還流	(借)現金預金	800	(貸)受取配当金	800

#### LDM

(1)事業組合出資	—	—	—	—
(2)企業買収	—	—	—	—
(3)株式交換	(借)子会社株式	100	(貸)資本金	100
(4)株式分割	—	—	—	—
(5)市場外売却	—	—	—	—
(6)資金還流	—	—	—	—

#### 投資事業組合

(1)事業組合出資	(借)現金預金	100	(貸)組合出資預り金	100
(2)企業買収	(借)投資有価証券	100	(貸)現金預金	100
(3)株式交換	(借)LDM株式	100	(貸)投資有価証券	100
(4)株式分割	—	—	—	—
(5)市場外売却	(借)現金預金	900	(貸)LDM株式 有価証券売却益	100 800
(6)資金還流	(借)組合員分配金	800	(貸)現金預金	800



上記の会計仕訳は第1項で説明した疑惑のM&Aの6段階取引を、取引当事者であるライブドア、LDM及び投資事業組合のそれぞれにおいて仕訳したものである。この仕訳では、取引を定量化するため新聞情報を参考としつつ、次のような仮定に基づく単純化を行なっている。

- (1) ライブドアが1億円の投資事業組合出資を行い、この1億円で投資事業組合がネット企業を買収する。
- (2) その後ネット企業の株はLDM株式と交換され、LDMは株式分割を発表して株価は9倍に高騰する。
- (3) 投資事業組合は高騰したLDM株式9億円を全株売却して8億円の売却益を得て、この売却益を出資者であるライブドアに投資事業組合配当金として分配する。

これはあくまでも単純化された説明事例であり、実際には投資の金額も違うし投資事業組合には他の出資者もいるようである。またLDM株式の値上がり率も違えば売却益も違い、さらに資金還流は配当金として還流したわけではないようである。しかし、実際に行なわれた各取引の機能はここで示された仕訳により明解に分析することが出来る。

上記の取引仕訳で黄色く着色された部分が問題とされている株式交換・株式分割と資金還流である。仕訳から明らかなように株式交換は本来利益を生まない。本件においてはネット企業株式をLDM株式と等価交換したのであるから、交換比率が適正である限り、ここに利得行為が介在しないことは明白である。また、株式分割においては仕訳自体がなされない。株式分割もまた利益を生み出すことが出来ない。この限りにおいて株式分割で株価が上がったとしてもそれは市場原理により株価が上がったのであり、簿記上仕訳されない株式分割の結果株価が上がったことをもって犯罪性を問題とするのは無理である。

このように株式交換も株式分割も本来損益取引とはなり得ないのであるが、それは株式交換が第三者との交換取引であることを前提としている。株式交換において交換比率は取引当事者の交渉により決まるのであるから、第三者取引において一方が損をするような不公正な交換比率はありえないと想定しているのである。また、株式分割も1株を10株に分割すれば株式の自益権と共益権もまた10分の1になるだけのことであり、株式分割で損得が発生することはありえない。しかし、これらの株式交換と株式分割が第三者との間でなされたものではないとすれば話は全く違う。

投資事業組合がライブドアの実質支配下にあったのであれば、ネット企業株式とLDM株式の交換比率はライブドアの利益のために自由に決めることが出来る。ここにおいては等価

交換の推定は崩れ本項の仕訳は成立しないことになる。すなわち、ライブドアは自らが実質的に支配する投資事業組合を通じてネット企業を買収し、このネット企業株式を子会社の LDM 株式と不公正な交換比率で交換するとすれば、本件株式交換により利益を得ることができる。ライブドアはその後株式分割や業績予想を発表することにより LDM 株式が値上がりすることを当然知りうる立場にあるのであるから、ここでの交換比率は LDM 株式が当然に値上がりする重要情報を加味して決定されていないことにおいて致命的に誤っている。投資事業組合がライブドアそのものであるのなら、当然値上がりするはずの LDM 株式をその事実を伏せたままネット企業株式と交換し、その後本当に LDM 株式が値上がりした時にはさもそれが市場原理で結果的に値上がりしたものとして扱うことにより、インサイダー情報を合法的に値上がり益に転換することが出来る。さらに値上がりした LDM 株式を第三者のファンドに売却し、この売却益を投資事業組合の投資成果に基づく配当としてライブドアに還流すれば、この利益は確定利益となり、これまた合法的にライブドアに取り込むことが出来る。事実このとおりのことが行なわれたとすれば、巧妙極まりない偽計取引である。

以上の論述から明らかなように、投資事業組合が第三者であるのであれば、本件 M&A には何等の違法性もない。一方マスコミ報道のように投資事業組合がライブドアの実質支配下にあったとすれば、本件 M&A は悪質な偽計取引であり、その実態はインサイダー情報による自己株式の取得に他ならない。この場合は証券取引法違反のみならず自己株式の取得についての商法違反の疑いさえ生じる。新聞報道では本件の投資事業組合はライブドアの実質支配下にあったと決め付けて報道しているが、本当にそうか？

#### 4. 実質支配基準

一般に一つの組織体が他の組織体に支配されているかどうかは、形式基準と実質基準により判定される。形式基準では、判定対象となる組織体の議決権の過半数を所有しているかどうかの問題とされる。他の組織体の議決権の過半数を所有しているのであれば、その会社は実質基準の如何によらず無条件で他の組織を支配していると考えられる。他の会社の議決権の過半数を所有している場合、この会社を他の会社の親会社というのであり、当該他の会社は子会社となる。これに対して実質基準では、(形式基準は満たさないものの)他の組織体の意思決定機関を実質的に支配しているかどうかの問題とされる。この実質基準の例としては、たとえば他の会社の取締役会の過半数を支配している場合、重要な契約により組織体の意思決定が拘束されている場合(一部の拘束性の強いフランチャイズ契約が該当する)、その組織体の資金を支配している場合などがあげられる。

さて、マスコミ報道は客観事実の指摘もなく、一方的に本件投資事業組合がライブドアの

実質支配下にあったと決め付けている。もとより投資事業組合は民法上の組合であり株式会社ではないのであるから、議決権による形式基準での判定自体が不可能である。従って、この投資事業組合がライブドアの支配下にあったかどうかは、実質基準による判定以外にはありえない。マスコミ報道ではこの投資事業組合の出資金の圧倒的多数がライブドア・グループからのものであったことをもって実質支配の根拠としているようであるが、これは無理がある。実質支配の判定基準はあくまでも意思決定機関の実質支配なのであり、本件投資事業組合の出資金のほとんどがライブドア・グループからのものであるというのは、この組織体の資金がライブドアに強く依存していたということを立証する事象に過ぎない。すなわち、出資金についてライブドア・グループへの依存度が高いというのは、実質支配を疑わせる属性の一つに過ぎず、だからといってこのことのみをもって実質支配の判定は出来ない。

本件投資事業組合は事実としてその資金のほとんどがライブドア・グループからのものであったのであろうから、投資事業組合の投資意思決定はライブドア・グループの意向を無視しては行なえなかったと推定することが出来る。しかし、ここでのライブドア・グループの意向とは、例えば高い投資利回りの追及にあったかもしれないのであり、このことから当然のように意思決定機関の支配を認定するのは無理である。本件投資事業組合の実質支配の判定は、本則に戻り、投資事業組合の意思決定機関の構造により判定されるべきなのである。

本件においては投資事業組合の出資者の一人がライブドアなのであり、そして投資事業組合のファンドの運営者は日本 M&A マネジメントである。日本 M&A マネジメントは HS 証券の孫会社である。ここで投資判断はファンドの運営者である日本 M&A マネジメントが行なうのであり、出資者は運営者の投資の結果としての運営収益の分配を受けるに過ぎない。おそらくこの投資事業組合の最大の出資者はライブドアと推定されるが、日本 M&A マネジメントはライブドアからは全く独立した第三者なのであるから、ここでは投資の意思決定を行なう日本 M&A マネジメントがライブドアと共謀していない限り、ライブドアの実質支配は認定できない。

だから、HS 証券の副社長である野口英昭氏が強制捜査の後、沖縄のビジネスホテルで自殺したのではないかと（殺されたとする説もある。）野口氏は本件投資事業組合の投資案件を実質的に仕切っていたとされている。東京地検特捜部も形式基準からは実質支配が認定できないことを知っているのも、どうしても投資事業組合で M&A の意思決定を行なっていたはずの野口氏の自白が欲しかったはずである。

特捜の最大の失敗は HS 証券の野口副社長を自殺に追い込んだことであろう。この結果、死

人に口がなくなったばかりか、HS証券の澤田社長をも敵に回してしまった。記者会見で澤田社長は涙を流していたが、この涙には少し訳がある。澤田社長が野口福社長を亡くして悲しかったことは異論の余地がないが、彼は一方で嬉しかったかもしれないのである。野口副社長は死んでHS証券を守ったとも解釈できる。澤田社長は弔い合戦として違法性がないという論陣を張るのではないか。少なくとも特捜はHS証券をこれ以上叩くことは出来ない。

投資事業組合資金のライブドア・グループ依存度の高さは、実質支配を疑わせるが決定打とはならない。本件投資事業組合の意思決定の中心とされるHS証券の野口副社長は既に死んだ。投資事業組合がライブドアの実質支配下になれないということになれば、偽計取引・風説の流布による立件はできない。ホリエモンはまだ十分に勝ち目がある。従って地検特捜部はどんなことをしてもホリエモンの自白を取ろうとするはずである。客観証拠だけでは不十分なのである。取調は苛烈を極めるのではないか。

ライブドアの投資事業組合によるM&A疑惑は、第28回経済レポート（疑惑の特別目的会社）で指摘した日興コーディアル・グループのベル24の連結除外による粉飾疑惑を想起させる。日興コーディアル・グループの粉飾決算疑惑とは、日興コーディアル・グループがベル24という東証一部上場会社をSPCを使って買収・完全子会社化し、これを連結除外とすることにより1,400億円を超える不良資産を隠蔽すると共に、ベル24の過去の株価を利用した100億円を上回る架空の評価益を計上しただけではなく、年間200億円の償却費を計上しなかったという空恐ろしいものであった。新聞報道によれば日興コーディアル・グループがベル24の連結を行わない理由として抗弁しているのは、要するに“日興コーディアル・グループはベル24を実質支配していない”ということにあるようである。この抗弁はライブドアの投資事業組合の実質支配の抗弁と比較すると遥かに見劣りする。以下に日興コーディアル・グループのSPCによるベル24のM&A事例と、ライブドアの投資事業組合によるネット企業のM&A事例の実質支配の判定要素を一覧にして示す。

	論点	ベル24	投資事業組合
1	組織形態	株式会社	組合
2	出資形態	単独出資	複数出資
3	持株割合	100%	該当なし
4	資金依存	100%	重度依存
5	意思決定	日興	ファンド運営者

もとよりベル24は株式会社でその議決権の100%を日興コーディアル・グループが持

っているのであるから、形式基準だけにより連結すべきという結論が導き出される。形式基準が該当するのであれば、本来実質基準による意思決定機関の支配など、論じる必要さえない。しかしここで仮にベル24の実質支配を判定するとしても、ベル24の全ての意思決定は日興コーディアル・グループによって現に行なわれているのであるから（ベル24を非上場会社とし株価を利用した評価益計上まで行っている）、ベル24は実質支配基準によっても支配関係が認定される。これに比較してライブドアの投資事業組合は、組合契約なのであるからもとより形式基準の該当がなく、また実質基準の意思決定も第三者が行っていたのであるから、支配関係の判定においてベル24より遥かに良質なのである。すなわち、ライブドアの投資事業組合が灰色だとするのであれば日興コーディアル・グループのベル24は真っ黒なのである。

ライブドアの偽計取引での立件には自白が欠かせないが、日興コーディアルの SPC・ベル24は客観事実だけで充分で、自白などいらぬ。マスコミ報道によれば、ライブドアの M&A 疑惑により還流した資金は数十億円であるといわれている。日興コーディアル・グループのベル24の連結除外による不良資産の隠蔽は1,400億円である。既にライブドア・ショックの発生以来2週間たち国民もライブドアの記事には飽きてきたことでもあらうから、マスコミはライブドアとの比較において日興コーディアル・グループのベル24問題を追及すべきであらう。

## 5. 虚偽記載疑惑

犯罪構成要件のうち偽計取引と風説の流布について検証した。もう一方の虚偽記載疑惑はどうであらうか。言葉尻を捉えるわけではないが、有価証券報告書の虚偽記載と財務諸表の粉飾決算とはその概念が違う。粉飾決算とは売上高や利益を意図的に偽装し、虚偽の財務諸表を公表することをいう。これに対して有価証券報告書の虚偽記載とは、有価証券報告書上の情報に虚偽の記載があることを言うのであるから、虚偽記載は粉飾決算を含む遥かに広い概念である。西武鉄道の借名による株主名の虚偽報告は、有価証券報告書の虚偽記載ではあっても粉飾決算ではない。極端なことを言えば、有価証券報告書の取締役の経歴に虚偽の記載があれば当然に有価証券報告書の虚偽記載になるのであり、このことと粉飾決算は何等の関係もない。なぜ売上高と利益の虚偽表示を粉飾決算として特別視するかといえば、売上高と利益こそ投資家の最も重視する財務数値であるからである。ライブドアについては粉飾決算疑惑なのであるから、従ってここではライブドアの財務諸表について売上高や利益が虚偽表示されていたかどうか問題となる。

ライブドアの粉飾決算疑惑は本件投資事業組合で生じた LDM 株式の売却による利益の還流にある。新聞報道によれば、投資事業組合で生じた売却益はライブドアに還流され、ラ

ライブドア並びにグループ会社の利益として付け替えられたとされている。しかし、既に論述してきたように投資事業組合に第三者性が認定されるのであれば、第三者である投資事業組合が上げた利益を配当としてその出資者であるライブドアに還流することに何等問題はない。投資事業組合が実質支配下にならないのであれば、資金還流を行なって利益を付け替えること自体は問題とならないのである。ここにおいては“利益を付け替える”という表現だけが問題なのであり、このような当然の資金還流は利益の付け替えとは言わない。会計とは事実をありのままに経理処理すればいいのであるから、投資事業組合の利益を配当としてライブドアに還流したのであればそのとおりに会計処理すればいい。すなわち、ライブドアが投資事業組合の確定利益を受取配当金として計上していれば、それは粉飾決算とは言えないのである。

ライブドアの粉飾決算疑惑を検討するために、まず以下にライブドアの連結ならびに単体決算による過去5年間の主要経営指標を示す。

連結

(百万円)

項目	H13年9月 期	H14年9月 期	H15年9月 期	H16年9月 期	H17年9月 期
売上高	3,601	5,891	10,825	30,869	78,422
経常利益	303	1,138	1,314	5,034	11,262
当期純利益	121	452	489	3,577	15,475
純資産額	6,263	6,608	11,942	53,556	193,604

単体

売上高	2,922	3,980	7,856	10,810	9,290
経常利益	171	709	395	1,410	-1,389
当期純利益	207	335	357	1,210	747
純資産額	6,337	6,582	11,812	51,129	179,436

(千株)

発行済株式数	39	42	436	606,338	1,049,138
--------	----	----	-----	---------	-----------

事実とすればまことに見事な超優良高成長企業の経営指標がここにある。倍々ゲームというが、この会社は平成13年9月期から平成17年9月期の5年間に、本当に売上高を每期ほぼ倍以上にしているというのである。複利での倍々ゲームなのであるから5年間に売上高は2.2倍になっている。売上の高速高成長と軌道を合わせるようにして利益も高速で増えており、経常利益は5年前の3億円から平成17年9月期の11.2億円まで3.7倍、当期純利益にいたっては同様に1億円から15.5億円まで1.28倍となっている。

特筆すべきなのは発行済株式数の天文学的膨張である。この会社の平成13年9月期末の発行済株式数は39千株だったのであるが、これが平成17年9月期末にはなんと1,049,138千株となっている。この5年間に株数は2万6千9百倍になったのである。これが今回問題とされている超弩級の株式分割である。この間に会社の行なった株式分割を時系列で示すと次のとおりとなる。

日時	分割割合
平成15年8月20日	10分割
平成16年2月20日	100分割
平成16年8月20日	10分割

この人たちは一体どこまで株を分割すれば気が済むのか？この会社は平成15年8月20日から僅か1年の間に10×100×10の一万分割という驚異的な分割をやってくれた。株式分割は平成13年の商法改正により一株当りの純資産による規制が撤廃され、従って無制限に自由化されたのであるが、商法改正時においてまさかこのような1万分割をやるような人が出てくるとは、誰も想像だにできなかったのではないか。超高速成長の優良決算と超弩級の株式分割が結合したのであるから、株価が上がるのは当然である。ライブドア・ショック直前の株価696円に発行済株式数1,049,138千株をかけると7千3百億円となる。ライブドアはほんの2週間前まで時価発行総額7千3百億円の会社だったのである。

ライブドアの連結決算はまことに見事なものであるが、一旦単体決算に目を向けると数字の並びが不自然であることに気がつく。平成13年9月期から平成17年9月期までの連結決算の主要経営指標は見事に非の打ち所がないにもかかわらず、単体決算では平成17年9月期に減収減益となりさらに13億円もの経常損失を出している。不思議に思って単体の平成16年9月期決算の数字を見ると、この期は売上高が前年の78億円から108億円まで37%増えているのに対して、経常利益は4億円から14億円まで3.6倍になっている。そして翌平成17年9月期には売上が93億円と14%減少し、経常利益は赤字転落したというのである。よほど特殊な事態が発生しないことにはこのようなことはありえない。そしてよほど特殊な事態が発生したのであれば財務諸表上その事実を注記により開示すべきなのであるが、有価証券報告書に説明は一切ない。このような特殊事情が発生した場合、その内容が説明可能なものであるのであれば、会社はすると言っても喜んでその理由を開示するのであるから、このことからライブドアの平成16年9月期には開示できないとんでもないことが起きていたことがわかる。そして平成16年9月期こそ今回の事件で粉飾決算の疑惑をもたれている決算期なのである。

ライブドアは企業買収をその主要な経営戦略として位置付けており、従って株価もライブドア・グループの連結決算に基づいて形成されている。しかし、日本の連結決算制度は国際的に見てセグメント情報の開示が極めて不十分であるため、ライブドアのようにめったやたらと様々な業種の企業を買収して子会社としている場合には、連結決算を見てもその実態がわからないこと甚だしい。すなわち一般投資家はライブドアの連結決算を見てもその内容はよくわからないものの、結果としてその連結売上高や連結当期純利益があまりにも素晴らしいので、高速成長優良会社として株を買っていただけなのである。当然のことながら誰もこの会社に粉飾決算があるなどとは想像もしていない。

上記の連結と単体の主要経営指標を見ると、経営者は連結決算に強い関心を持ち単体決算には関心の程度が低かったと推定される。ここで仮に粉飾決算が行われていたのであれば、それは株価に影響のある連結決算の売上げと利益を粉飾することが目的なのであり、株価に影響の少ない単体決算の数字は優先度が低い。粉飾決算とは事実と違う売上や利益が計上されるのであるから、その無理は必ず財務諸表上のどこかに影となって現れている。真実はそれ自体の中に何よりも強い力をもっているものであり、それは粉飾により隠蔽しようとしてもどこかで必ずその存在を示唆しているのである。日本の連結決算制度はセグメント情報の開示が不十分であること、及び、ライブドアが企業買収を中心的な企業戦略としており株価が連結決算に強く反応することを斟酌すると、ライブドアの粉飾決算の影は必ず単体決算に出ているはずである。そうでなければ平成16年9月期と平成17年9月期に見られる単体決算の減収減益・経常赤字転落などということとはありえない。そこでライブドアの単体の財務諸表を分析することとする。

## 6. 粉飾決算

以下にライブドアの単体決算による過去3期分の貸借対照表と過去2期分の損益計算書を示す。いずれも港陽監査法人の適正意見が付されている。

貸借対照表

(百万円)

科目	H15年9月	H16年9月	H17年9月	H17年増減
資産				
流動資産				
現金預金	6,576	30,872	45,621	14,749
売掛金	2,431	2,111	2,066	-45
短期貸付金	1,084	438	27,706	27,268



未収入金	1,005	4,217	13,628	9,411
その他流動資産	579	2,557	3,799	1,242
流動資産計	11,675	40,195	92,820	52,625
有形固定資産	221	680	375	-305
無形固定資産				
営業権	1,220	1,079	749	-330
ソフトウェア	56	37	340	303
その他無形固定資産	2	2	1	-1
無形固定資産計	1,278	1,118	1,090	-28
投資その他の資産				
投資有価証券	710	0	572	572
関係会社株式	1,226	14,647	50,068	35,421
関係会社長期貸付金	0	1,130	37,307	36,177
その他	325	569	486	-83
投資その他の資産計	2,261	16,346	88,433	72,087
固定資産計	3,760	18,144	89,899	71,755
繰延資産	31	205	387	182
資産合計	15,457	58,544	183,105	124,561
負債				
流動負債				
買掛金	208	183	1,370	1,187
一年内長期借入金	562	957	0	-957
一年内償還社債	200	400	0	-400
未払費用	327	1,269	1,328	59
その他流動負債	430	761	968	207
流動負債計	1,727	3,570	3,666	96
固定負債				
長期借入金	1,000	2,100	0	-2,100
社債	800	1,700	0	-1,700
その他固定負債	127	45	3	-42
固定負債計	1,927	3,845	3	-3,842
負債合計	3,655	7,415	3,669	-3,746
資本				
資本金	2,231	23,968	86,239	62,271

株式申込証拠金	4,849	0	0	0
資本準備金	584	21,809	87,087	65,278
その他資本剰余金	3,327	3,327	3,327	0
利益剰余金	822	2,032	2,779	747
有価証券評価差額	0	-5	5	10
自己株式	-1	-1	-1	0
資本合計	11,812	51,130	179,436	128,306
負債資本合計	15,457	58,544	183,105	124,561

上記の3期分の貸借対照表を見ると、会社の財政状態は平成16年9月期に様変わりになっていくことがわかる。平成15年9月期には貧乏会社だったものが突然平成16年9月期に金満会社になっている。疑惑の平成16年9月期からこの会社には急に巨額の金が入ってきているのである。平成15年9月期には資本金22億円で資本の部総額が118億円であったものが、平成16年9月期には資本金240億円で資本の部総額が511億円になったのであるから、会社はこの年に393億円の資本調達をしていることになる。さらに平成17年9月期には資本金が862億円で資本の部合計が1,794億円になっているので、この期は1,283億円の資本調達をしている。この2期間の資本調達により会社には合計1,676億円という途方もない金の流れ込んでいる。この間の会社の主な資金調達を一覧にして示すと次の通りとなる。

日時	調達手段	調達資金
平成16年4月23日	公募増資	38,274
平成17年3月10日	ユーロ円債転換による新株発行	2,000
平成17年3月14日	ユーロ円債転換による新株発行	18,000
平成17年3月15日	ユーロ円債転換による新株発行	5,000
平成17年3月16日	ユーロ円債転換による新株発行	3,000
平成17年3月17日	ユーロ円債転換による新株発行	12,000
平成17年3月18日	ユーロ円債転換による新株発行	5,000
平成17年3月18日	ユーロ円債転換による新株発行	10,000
平成17年3月25日	ユーロ円債転換による新株発行	11,000
平成17年4月15日	ユーロ円債転換による新株発行	11,500
平成17年4月15日	ユーロ円債転換による新株発行	2,500
平成17年5月23日	フジテレビに対する第三者割当	44,000
	合計	162,274

この会社は、平成16年4月から平成17年5月までの僅か1年強の間に、1千6百億円という巨額の金を自社株をばら撒くことにより集めたのである。高株価がこの会社の夢のような資金調達を可能にしたことがわかる。それでは会社はこの1千6百億円を何に使ったのかということになるが、資金使途の明細は上記の貸借対照表より次のようにたやすく作成することが出来る。

項目	H15年9月	H17年9月	増減
現金預金	6,576	45,621	39,045
短期貸付金	1,084	27,706	26,622
未収入金	1,005	13,628	12,623
関係会社株式	1,226	50,068	48,842
関係会社長期貸付金	0	37,307	37,307
一年内長期借入金	-562	0	562
一年内償還社債	-200	0	200
長期借入金	-1,000	0	1,000
社債	-800	0	800
合計	7,329	174,330	167,001

ライブドアは調達した資金でまず借金を25億円返し、390億円を手持ち現金として積み上げ、残りの1,250億円を短期貸付金、未収入金、関係会社株式、関係会社長期貸付金として使っている。ここでの短期貸付金のほとんどはライブドア・グループの金融子会社へのものであり、未収入金もフジテレビに対するものなのであるから、要するに1,250億円は全てM&Aによる株式買収かグループの金融子会社に対する貸付に回されたのである。そこで短期貸付金・未収入金・関係会社株式・関係会社長期貸付金の平成17年9月末残高を相手先別に集計すると次のとおりとなる。

(百万円)

会社名	持株割合	短期貸付金	未収入金	関係会社株式	関係会社長期貸付金	合計
ライブドアフィナンシャルHLD	100	17,164	0	11,551	35,065	63,780
ライブドア・ファイナンス	100	6,565	654	0	0	7,219
ライブドアクレジット	100	2,300	0	0	0	2,300
ライブドア不動産	100	1,000	0	0	0	1,000
フジテレビ	0	0	12,604	0	0	12,604

ジャック・ホールディングス	51	0	0	15,026	0	15,026
弥生	100	0	0	13,604	0	13,604
ライブドア・マーケティング	29	0	0	2,175	0	2,175
エイシス	100	0	0	2,060	0	2,060
ライブドア証券	100	0	0	0	2,000	2,000
Mail Creation	100	0	0	0	173	173
その他		677	370	5,651	69	6,767
合計		27,706	13,628	50,067	37,307	128,708

ライブドア・フィナンシャル・ホールディングスとライブドア・ファイナンスの2社に合計700億円の金が出ていることがわかる。この2社はライブドア・グループにしては珍しく、買収で取得した会社ではなくライブドア自身が設立した会社である。ライブドア・フィナンシャル・ホールディングスは平成17年2月に設立されたグループの中間持株会社である。ライブドア・ファイナンスは平成16年9月に設立されており、エクイティブファイナンス業務を行っている。

ライブドアという巨大なプールに流れ込んだ膨大な金が出てくる蛇口は3つある。どうせ金が出るのはM&A名目である。M&A名目で金流れ出すのは本体のライブドアかライブドア・フィナンシャル・ホールディングスあるいはライブドア・ファイナンスということになる。従ってこの3つの蛇口さえ押さえておけばライブドアに流れた金の動きは全てわかるはずである。さて、堀江貴文氏はライブドアの社長であり、財務担当取締役の宮内亮治氏はライブドア・フィナンシャル・ホールディングの社長でもある。中村長也氏はライブドア・ファイナンスの社長である。逮捕されたのはこの3人と、M&A疑惑のもう一つの舞台であるライブドア・マーケティング社長の中村長也氏を入れた4人である。特捜は本件粉飾決算の立件に必要な関係者をすべて逮捕勾留したということが出来る。

さて財政状況と資金の流れの概要を理解した。そこで損益を分析して粉飾決算の中核に迫ることとする。以下に損益計算書を示す。

#### 損益計算書

(単位百万円)

損益	H16年9月期	H17年9月期
売上高	10,811	9,290
売上原価	6,000	5,839
売上総利益	4,811	3,451
販売費及び一般管理費	3,070	5,632

営業利益	1,741	-2,181
営業外収益	363	2,162
営業外費用	694	1,370
経常利益	1,410	-1,389
特別利益	1,391	5,965
特別損失	1,204	3,704
税引前当期純利益	1,597	872
法人税・住民税及び事業税	547	12
法人税等調整額	-160	113
当期純利益	1,210	747

既にライブドアの平成16年9月期の単体決算における売上と経常利益の関係に、ただ事ならざる不自然さがあることを指摘した。この点をさらに追求すべく、平成15年9月期から平成17年9月期までの3期間の売上と売上原価の明細を示すと次のとおりとなる。

(百万円)

ビジネス	損益	H15年9月期	H16年9月期	H17年9月期
ウェブ	売上高	980	0	0
	売上原価	426	0	0
	売上総利益	554	0	0
ネットワークソリューション	売上高	4,209	3,446	3,055
	売上原価	3,551	2,763	2,622
	売上総利益	658	683	433
コマース	売上高	958	0	0
	売上原価	611	0	0
	売上総利益	347	0	0
イーコマース	売上高	0	915	1,368
	売上原価	0	814	1,040
	売上総利益	0	101	328
ソフトウェア	売上高	1,508	1,717	1,477
	売上原価	615	643	854
	売上総利益	893	1,074	623
ネットメディア	売上高	0	2,698	2,102
	売上原価	0	1,041	757
	売上総利益	0	1,657	1,345

コンサルティング	売上高	0	1,187	582
	売上原価	0	584	298
	売上総利益	0	603	284
モバイルソリューション	売上高	0	848	705
	売上原価	0	155	267
	売上総利益	0	693	438
その他	売上高	201	0	0
	売上原価	105	0	0
	売上総利益	96	0	0
合計	売上高	7,856	10,811	9,289
	売上原価	5,308	6,000	5,838
	売上総利益	2,548	4,811	3,451
全体売上総利益率	%	32%	45%	37%

これほど整合性のない売上と売上原価の数字の羅列というものを見たことがない。この会社のネットに関するビジネスラインの詳細は素人には理解することは出来ないかもしれないが、およそどのような売上も売上原価と対応しており、その関係において自然と整合性があるものである。売上と対応しない売上原価などありえないし、売上原価と対応しない売上などそもそも会計上の売上の定義に反している。上記のビジネスラインごとの売上と売上原価の数字の羅列は、それ自身が本当に売上や売上原価と叫ぶのか大いに疑問であり、少なくともこの数字の羅列を見る財務諸表の読者の次の正当な疑問に全く答えることができない。

上記売上・売上原価一覧に示したように、会社の売上高利益率は平成16年9月期に45%となり、平成15年9月期の32%に比較して13%もの大幅な利益率の向上を示している。そしてこの売上高利益率は、翌年の平成17年9月期には一転して37%となり、今度は8%の利益率の悪化となっている。およそどのような事業でも粗利率は事業の構造的採算性そのものなのであり、よほどの構造変化でもない限りここまで大幅に変動するものではない。会社の有価証券報告書にはこの3期間における粗利率の激変についての説明は一切ない。そこで各ビジネスライン別の売上と売上原価の推移を見てみると、それぞれの粗利率は年度ごと及びビジネスラインごとに無軌道に激しく変動しており、ことごとく一貫性がない。このような売上と売上原価は会計原理上ありえない。

ここに不思議なことがある。ここでの議論はライブドアの単体決算における粗利率であるが、会社の連結決算の粗利率では平成15年9月期から平成17年9月期にかけて39%、45%、50%と每期ほぼ5%ほど伸びているというのである。会社は連結決算によるセ

グメント別業績については有価証券報告書で説明をしている。そこで平成16年9月期のセグメント別業績の欄を読んでも、この年度の6%の利益率の向上の原因は、コンサルティング事業における高額受注案件の増加と、モバイルソリューション事業の売上高利益率の上昇によるものであると説明されている。この説明と単体決算による上記のビジネスライン別売上・売上原価推移とは整合しない。また、同じく平成17年9月期にも連結粗利率はさらに5%上昇しているのに、今度は平成17年9月期のセグメント別業績の欄を読むと、なんとこの年度は粗利率の変動の説明が一切記載されていない。前の期においては連結売上の絶対額と粗利率双方について説明があったものが、この期から売上の絶対額のみ説明とし、粗利率の説明は削除されているのである。

この会社は自らの粗利率の大変動についての説明をすることが出来ない。なぜか？このことはこの会社の売上高が本当の売上高ではない可能性を強く示唆している。仮にこの会社の単体の売上高利益率は、平成15年9月期の32%が正しいとすれば、平成16年9月期には13%分の架空売上が計上されたことになるのであり、その金額は14億円と計算される。この会社の財務諸表が粉飾決算でないとするのであれば、会社は少なくとも平成16年9月期における単体決算上説明不能な14億円の売上高について、強い合理的根拠を示さなければならない。

さて、我々は既に投資事業組合でLDM株式の交換により生じた利益がライブドアに還流したことを、新聞報道による事実として知っている。投資事業組合に第三者性が認定されるのであれば、この利益を受取配当としてライブドアの利益に計上することは会計上問題がないことも既に論じた。直近の新聞報道によれば、資事業組合を通じた資金還流は既に述べた6件のM&Aの全てにおいて行われ、総額80億円とのことである。現段階においては80億円の還流会社別明細は報道されていないが、このうちのマネーライフに関する6億9千万円の還流についてはそれがライブドア本体であることがわかっている。マネーライフの株式交換は平成17年1月20日とされているのであるから、会社が粉飾決算を否定するためには、6億9千万円はライブドアの平成17年9月期決算において、営業外収益中の受取配当金として計上されていなければならない。以下に会社の平成16年9月期と平成17年9月期の営業外収益の明細と、さらに念のために特別利益の明細をあわせて示す。

(百万円)

項目	平成16年9月期	平成17年9月期
営業外収益		
受取利息	57	121
受取配当金	300	62

有価証券売却益	0	0
受取手数料	0	1,949
雑収入	6	30
合計	363	2,162
特別利益		
投資有価証券売却益	4	2,884
関係会社株式売却益	1,204	3,070
固定資産売却益	41	0
貸倒引当金戻入益	141	0
その他	0	11
合計	1,390	5,965

マネーライフについての投資事業組合からの還流金 6 億 9 千万円は営業外収益に計上されていない。もちろん特別利益にも計上されていない。既に説明不可能な売上高が平成 16 年 9 月期に 14 億円あることを指摘した。6 億 9 千万円は会社の売上高として計上されたのではないかと、少なくとも会社の受取配当金としての計上がない以上、このこと一点をもってライブドアの粉飾決算は確定している。

## 7. ホリエモン

ライブドア・グループへの還流資金総額とされている 80 億円が事実とすれば、前項で分析した 6 億 9 千万円のライブドアの架空売上は氷山の一角に過ぎない。6 億 9 千万円の架空売上が証明された以上、ライブドアにはこれ以外にも売上の付け替えはあるのであろうし、他のグループ会社にも架空売上が相当の規模であったと推定することが自然である。ライブドア・グループは子会社 44 社、関連会社 5 社を有する大企業グループであるが、このグループの中に次の 7 社の上場会社を有している。ライブドアの高成長のカラクリは高株価を利用した M&A 戦略にあるのであるから、架空売上はこれらの上場 7 社のうちごく最近ライブドアに買収されたメディアエクステンジ（2005 年 12 月買収）とセシール（2005 年 11 月買収）を除く 5 社に付け替えられている可能性がある。

(百万円)

No.	社名	証券コード	時価総額	持株割合	監査法人
1	ライブドア	4753	145,869	100.0	港陽
2	ライブドアマーケティング	4759	9,971	29.3	中央青山
3	ライブドアオート(*)	7602	34,926	51.0	ビーエー東京



4	ターボリナックス	3777	20,010	66.3	港陽
5	ダイナシティ	8901	24,194	21.8	太陽
6	メディアエクステンジ	3746	12,618	41.6	新日本
7	セシール	9937	35,468	34.4	新日本

\*旧ジャック・ホールディングスより社名変更

普通これだけの規模の架空売上を計上すると、売上の計上そのものはうまく偽装できても、その後の売掛債権の決済が出来なくて偽装が発覚することが多い。売上にあげたはいいが、架空売上なのであるから代金の回収が出来ないのである。しかし、驚くべきことにライブドアに限っては、架空売掛債権の回収に困ることは全く無い。なぜなら、既に分析したようにこの会社は巨額の現金を手持ちしており、その資金がライブドア・フィナンシャル・ホールディングスとライブドア・ファイナンスの2社に700億円もあるのである。架空売上をしても、その代金はライブドア・フィナンシャル・ホールディングスとライブドア・ファイナンスからいくらかでも回収できてしまうのである。そしてこの粉飾決算を可能にした膨大な資金は、元をただせばM&Aを利用した粉飾決算による株価の上昇により生み出されてきたのであるから、粉飾決算が高株価と資金の流入を呼び、その高株価と資金の流入がこれまた粉飾決算を可能とするという、恐るべき粉飾の自己増殖機能をもっていたのである。

まるで子供が最新鋭の戦車に乗って遊んでいるようなものではないか。この人たちのやっていることは馬鹿馬鹿しいほど単純であり、危険極まりない。この人たちは遊びのつもりだったのかもしれないが、企業買収や企業金融並びに財務会計により高度に武装化された戦車には実弾が積まれているのであり、発射ボタンを押せば当然に大量の人を殺傷することが出来る。この人たちが自社株を印刷すれば数百億円もの日銀券が集まってくる。この日銀券と株券を使ってM&Aをやれば、それがまた株価を上げさらに日銀券が集まってくるというのである。そして誰もこれだけの大事件になるまでこの危険な子供の遊びをとめてやることができなかった。この事件で糾弾されるべきなのはライブドアやホリエモンだけではないのではないか？

本件において粉飾決算が確定すると、結果として偽計取引・風説の流布も確定する。6段階のM&A取引それ自体に違法性がなくても、このM&Aはあくまでも決算数値が適正であることが前提になっているのであるから、虚偽の財務数値に基づいてM&Aが行なわれ株価が上昇したのであれば、それは偽計取引・風説の流布とならざるを得ない。ホリエモンはどうするつもりか。既に宮内亮治氏、岡本文人氏及び中村長也氏の3氏は逮捕後容疑を認めているという。

本件は今後縦の広がりや横の広がりがある可能性がある。なぜなら事件の年度内処理までにはまだ充分すぎるほど時間があるからである。検察庁は3月末に人事異動があるため、現行の捜査チーム体制で捜査を終了し、起訴まで持ち込むまでのデッドラインは、3月31日である。特捜は3月31日までに容疑者を起訴に持ち込めばいい。特捜の行動原理は時代性のある犯罪を摘発したいということにあるので、3月末までの時間を使って時流に乗った大物を逮捕したいのである。特捜の捜査は事件に関する全ての余罪がないと確信するまで終了しない。事件を立ち上げるのは大変なことなのであるから、一旦立ち上げた事件からは出来るだけ多くのものを刈り取りたいのである。そこで現在逮捕した4人の容疑者からできるだけ詳細な自白を引き出し、本件第二陣の縦の広がりとして、粉飾決算をやるはずである。既に逮捕している4人の容疑者の再逮捕、並びに、新たな容疑者の逮捕が行なわれるのではないかと。またさらには第三陣の横の広がりとして、インサイダー疑惑・脱税・特別背任などの関連事件で、再々逮捕と新規逮捕が行なわれる可能性も否定できない。ここでの横の広がりキーワードは六本木ヒルズ族、ホリエモン関連、勝ち組、マネーロンダリング、ネットといったところになるのではないかと。特捜は3月末までの時間を最大限に利用するであろう。

ホリエモンが逮捕されたのは1月23日である。逮捕により自動的に3日間の勾留認められるが、裁判所は翌24日に10日の通常勾留を決定している。10日間の通常勾留の後にはさらに10日の勾留延長がほぼ自動的に認められる。粉飾決算が次にくる。この場合21日後に今度は粉飾で再逮捕される可能性が極めて高い。1月23日より21日後という2月12日なのであるが、この日は日曜日なので、2次逮捕のXデーは2月13日となる。すると勾留もまた20日延長され、2次逮捕の勾留満期の日は3月4日となる。この日が3次逮捕のXデーとなる。3次逮捕から20日後は3月末になるので、本件における4次逮捕は考えにくく、これをもって事件は幕引きとなるのではないかと。

このようにホリエモンは3月末まで再逮捕・再々逮捕により勾留が続く公算が強い。この間ホリエモンには接見禁止措置がとられ、弁護士を除く外部との一切の接触が出来ない。3月末に起訴されるとするとおそらく初公判は5月末になる。大事件では関係者が多いので公判での検察側立証に1年はかかると見たほうがいい。全面否認をする容疑者は、釈放すると罪証隠滅の恐れがあるとして、裁判において検察側立証が終了するまでは一般に保釈が認められないことが多い。検察側立証が終わったのであればもはや罪証隠滅の可能性はありえない。すなわちホリエモンは、現在のように全面否認を続ける限り、来年の5月頃まで東京拘置所の独房から出ることが出来ない公算が強いのである。馬鹿馬鹿しい話ではあるが、ホリエモンが一転して全面的に罪を認めて自白をすると、起訴の段階でほぼ間違いなく保釈される。自白したのであるから罪証隠滅の可能性がなくなるというのである。この場合ホリエモンは3月31日に東京拘置所から出ることが出来る。さて、ホリエモン

はどうする。

既に本レポートにおいて長々と分析をしてきたように、結局本件での偽計取引・風説の流布・粉飾決算の立件は、ホリエモンの自白がなくともできてしまう。このような絶体絶命の状況の中でホリエモンが無実を主張して無罪を勝ち取る可能性は少ないものの、実はかすかに一つだけある。粉飾決算について自分は知らなかったと言うのである。本件の偽計取引・風説の流布は、粉飾決算が確定することによって初めて成立するものであることは既に論じた。そこでホリエモンが「会社は粉飾決算をやっていたかもしれないが、自分は経理のことはわからないので部下に任せていた。」と主張し、裁判でその主張の立証に成功するとすれば、会社の粉飾決算は確定するものの、ホリエモン自身は粉飾決算の罪に問われることはない。またホリエモンにとって粉飾決算がないのであれば、それを前提とする偽計取引・風説の流布も無罪となる可能性がある。

しかし、このようなかすかな無罪の可能性に賭けるためには、ホリエモンは今後予想される3月末までの苛烈な特捜の取調に耐え切り、さらに来年5月までの気の遠くなるような独房での勾留に耐えていかなければならない。ホリエモンのかすかな無罪の可能性はその代償があまりにも大きいのである。普通特捜の取調といえ、真実無実の人でも嘘の自白をしてしまうほど苛烈なのであり、また若いホリエモンのような青年が1年を遥かに超える独房での勾留に耐えていくことも考えにくい。そこでほとんどの人がいずれ遠からずホリエモンは自白に転じると予想しているであろうが、この予想は外れるのではないか。ホリエモンは如何に無罪の可能性が低く、取調や長期勾留が辛くとも、頑として否認を貫く強烈な動機があるのである。民事である。

本件刑事事件が実刑の可能性のある重大犯罪であることは既に述べたが、民事訴訟は刑事訴訟以上に苛烈なものとなるであろう。ライブドアの発行済株数は約10億株であるが、恐ろしいことにこのうちの6割を一般投資家が所有している。本稿の最初に述べたように事件発覚後の1月17日にライブドア株は初めて市場で商いが成立したが、このときの出来高は4億株で値段は155円である。直前の株価が696円であったのであるから、この日に約2千億円の一般投資家の損失が確定したと推定される。一般投資家の持株は60%なのであるから、全ての一般投資家が今後損失を確定させると確定損失額はさらにもう1千億円上積みされる。さらにライブドアの株を12.75%（133,740千株）所有しているフジテレビも、ライブドアの株価の暴落で250億円の含み損を抱え、損害賠償請求を検討しているという。すべて4千億円程度の巨額民事訴訟となるのではないか。

しかもホリエモンが自白して刑事事件で有罪が確定すると、民事でも原告側が全面勝訴となる公算が強い。一般に株主の粉飾決算による民事訴訟は勝訴率が悪いのであるが、これ

は粉飾決算と株の売買損失との因果関係の立証が技術的に困難であるためである。しかし、本件において粉飾決算は正に株価を上げるために行なっていたのであるから、刑事事件で粉飾が認定されるのであれば、原告団は極めて容易に被告人の民事責任を立証することが出来てしまう。ホリエモンは仮に刑事だけであれば実刑を食らっても長い人生での再起は可能であろうが、4千億円の民事で負ければ経営者としての将来の全てを失う。ホリエモンは頑張るのではないか。

ホリエモンについての刑事・民事の損得勘定は、ライブドアの会計監査人である港陽監査法人にもそのまま該当する。本件2次逮捕が粉飾決算であることは異論の余地がないので、港陽監査法人の監査に関与した代表社員は第2次逮捕の最有力候補である。本件における粉飾決算は本稿で分析したように確度が高いので、おそらく港陽監査法人の公認会計士も粉飾自体は認めるざるを得ないのではないか。そして「粉飾決算があったことは事実としても自分達は知らなかった」と抗弁するのではないか。この抗弁はホリエモンと同じであるが、抗弁の立証性について港陽監査法人はホリエモンより遥かに分が悪い。ホリエモンが知らなかったというのは、ホリエモンが会計の素人であることからそれなりの信用力を持つのであるが、会計のプロである公認会計士がこれを言っても信用性はないに等しい。おそらく担当公認会計士たちはこれらの粉飾の事実をしっかりと打ち明けられて積極的にこれに加担したわけではないであろうが、もとより公認会計士は粉飾決算を発見防止することを業としているのであるから、この粉飾が見抜けなかったというのであれば、何のための公認会計士監査かわからない。しかもこの会社の粉飾の手口は架空売上にあつたのであり、その手口は本レポートにおいて高々数ページの分析を行なうことにより見破ることが出来るものだったのであるから、これを知らなかったといっても免責されることはありえない。

港陽監査法人は高々10人程度の公認会計士の運営する小さな監査法人であつたという。もともとこのような小さな監査法人が、ライブドアのような巨大な企業グループの会計監査をすること事態が無理なのである。ライブドアの子会社・関係会社の総数は本体を含めてちょうど50社である。これだけの企業グループの会計監査で港陽監査法人が得ていた監査報酬は、平成17年9月期において32百50万円に過ぎない。これでは金額的に言っても、人員的に言ってもライブドアのまともな監査などできるわけではないではないか。

既に港陽監査法人はその監査関与先の多くから監査契約の解除を申し入れされているという。粉飾決算が確定すれば、民事訴訟における損害賠償責任は監査法人も連帯責任となる。関与公認会計士は禁錮以上の有罪が確定すると、たとえ執行猶予がついても公認会計士資格を失う。監査法人に対する行政処分が別途あるが、港陽監査法人はその処分如何にかかわらず監査法人として存続することはほぼ不可能に近い。さらに、監査法人の社員は全員

が無限連帯責任を負っているので、恐るべき巨額民事訴訟を港陽監査法人の全ての社員・代表社員が背負わなければならない。彼らが僅かな報酬のために背負うものはあまりにも大きすぎると言わなければならない。

## 8. 監査法人問題

さてライブドアと並ぶ事件のもう一方の舞台となったライブドア・マーケティング (LDM) の財務諸表についても分析をしておかなければならない。以下に LDM の過去 5 年間の単体決算による主要財務数値を示す。LDM は平成 16 年 1 月にイーエックコミュニケーションズとトライニンを子会社化しているので、平成 16 年 1 2 月決算より連結財務諸表を作成しているが、両社は規模が小さくまた子会社となって僅か 2 ヶ月にしかならないため、平成 16 年 1 2 月決算における単体決算と連結決算の差は僅少である。

(百万円)

項目	H12年12月	H13年12月	H14年12月	H15年12月	H16年12月
売上高	1,262	1,234	934	877	1,513
経常利益	130	8	7	-26	223
当期純利益	76	-3	-1	-22	148
純資産	2,930	2,908	2,928	2,921	3,298

この会社は平成 16 年 1 2 月期に突然売上が 72% も増え、経常利益が 2 億円を超えると共に、過去 3 期連続して赤字であったものが一気に黒字転換している。ライブドアの事例と同様に、平成 16 年 1 2 月期にただ事ならざることが起きていたのである。そこで個別財務諸表における売上と売上原価・販売費および一般管理費の平成 15 年 1 2 月期と平成 16 年 1 2 月期を比較対照してみると次のとおりとなる。

(百万円)

損益	H15年12月期	H16年12月期
売上高		
ウェブ広告	385	529
モバイル広告	241	133
その他	250	851
計	876	1,513
売上原価	359	750

売上総利益	517	763
販管費	547	541
営業利益	-30	222

この会社は平成16年12月期に売上が率にして72%、金額にして637百万円も増えたにもかかわらず、販売費及び一般管理費は減ったというのである。およそ増収で経費減というのは全ての経営者の夢ではあるが、これがなかなか達成できない至難の業であることは言うまでもない。しかもこの会社は72%増益を達成してなお経費の削減に成功したというのである。正に驚天動地の事態が起きていたわけであるから、当然に有価証券報告書においてこの説明がなければならない。そこで有価証券報告書の業績等の概要欄を見ると、この年度の大増収の理由としては次の2点が記載されている。

- (1) メディア&ソリューション事業におけるライブドア・グループのインターネット広告商品の取扱開始による売上寄与
- (2) マーケティング・アウトソーシング事業におけるイーエックスマーケティングの合併による2か月分の売上加算

ここでイーエックスマーケティングは、平成16年11月のイーエックスコミュニケーションズとトライニンの子会社化と同時期に会社に合併されたのであるから、要するに会社の増収は全てライブドア・グループからの売上移転の結果であると言っているのだから、これを売上の付け替えと言うのではないか？

そもそもこの会社がライブドアに買収されたのは平成16年3月で、買収以前の会社の名前はバリュークリックジャパンという。会社はライブドア傘下に入って僅か8ヵ月後に急遽イーエックスマーケティング社の合併とイーエックスコミュニケーションズ及びトライニンの子会社化を決定している。(これらの3社はいずれもライブドアのグループ会社であった。) なぜか？ 12月決算が迫っているからではないか？ ちなみに、会社はこの合併・子会社化のすぐあとライブドア・グループ得意の株式の100分割を発表し、さらに12月期決算の後平成17年1月に、今回問題になっているマネーライフの完全子会社化を発表している。なぜか？ 決算の増収増益と大幅株式分割並びにM&Aを発表して株価を上げたかったからではないか？ 決算の大増収増益と大幅株式分割並びにM&Aの好材料3連発があれば、株は必ず上がる。事実として1株3千円程度であったこの会社の株価は平成16年12月に81,500円という驚異的な値上がりをしている。

会社の平成16年12月期の大増収増益の理由がライブドア・グループからの売上の付け替えにあることがわかったので、同じく有価証券報告書に開示されている関連当事者取

引より損益取引を抜き出して集計すると次のとおりとなる。

相手先	売上高	営業費用
ライブドア	115,761	36,213
ライブドア・ファイナンス	101,798	0
合計	217,559	36,213

これらの損益は単なる付け替えであろうから、この数字を前述の平成16年12月決算より控除して損益計算書を修正すると次のとおりとなる。

(百万円)

損益	H15年12月期	H16年12月期	修正	H16年12月期
売上高	876	1,513	-218	1,295
売上原価	359	750	-36	714
売上総利益	517	763		581
販管費	547	541		541
営業利益	-30	222		40

もの見事にまともな損益計算書が出来上がるではないか。修正後の平成16年12月期の損益計算書を見てみると、売上総利益も営業利益も前年との対比において自然な数値となっている。売上高は伸びているが、ライブドア・グループ入りしてグループの取扱高が増えたといっても、グループ会社間の取引価格が公正なものであれば、いわゆるシナジー効果による利益額への影響はこの程度のものなのである。このことからグループ会社により付け替えられた売上は単なる利益の塊であったことがわかる。この人たちは資本市場と有価証券報告書制度をなめきっている。

この人たちのやってくれたことが許しがたい粉飾決算であることはほぼ間違いないであろうが、この人たち以上にひどいのは会計監査人ではないか。この会社の会計監査人は中央青山監査法人である。ここで指摘した平成16年11月から平成17年1月にかけての合併・子会社化・株式分割・買収という一連の流れを見れば、この会社が株価の上昇を強く意図し、そのために粉飾決算をしたいという強い動機があったのは、誰の眼にも明らかではないか。しかも、会社は絵に描いたような嘘っぽい大幅増収増益の決算書を作ってきたのである。さらに会社は増収増益の原因として、その全てがライブドア・グループからの売上によるものであると有価証券報告書において自白しているのである。それでも中央青山監査法人は粉飾を知らなかったと言い張るか？そうであれば中央青山監査法人の会計監

査など全く機能することはありえないことになり、中央青山監査法人はその存在意義を失う。

会社の発行済株式総数は7,976千株である。粉飾決算による最高株価は平成16年12月の81,500円である。瞬間値ではあるがこの会社は時価総額700億円程度になったことがあるのであり、その原因は粉飾決算にある。中央青山監査法人もまことに苛烈な民事訴訟の波にさらされるであろう。

マスコミ報道では監査法人については港陽監査法人のみを糾弾しているが、これはおかしい。事件のもう一方の舞台であるLDMの粉飾はライブドア以上に大胆不敵であり、これを見逃した中央青山監査法人は（港陽監査法人と違って）情状において汲むべきところがまるでない。マスコミがなぜ中央青山を追求しないかという、特捜が中央青山をやる気がないからであろう。なぜ特捜がやる気がないかという、既に中央青山はカネボウ事件で一度叩いており、これ以上叩くと中央青山が破綻し資本市場が混乱するからであろう。まことに法の下での平等が保たれないこと甚だしい。そうであればなおさら政治とマスコミは中央青山監査法人を問題とすべきではないか。港陽監査法人とは違い、中央青山監査法人の場合、事は一担当公認会計士の問題ではすまない。港陽監査法人の監査に問題があろうが、それが日本の資本市場全体の問題とはならない。しかし、中央青山監査法人がこの期に及んで、カネボウに加えてLDMでも粉飾を見逃し、さらにベル24の問題を抱えているとなれば、日本経済全体として中央青山監査法人問題を真剣に捉える必要があるではないか。

この長い論述をここに終了する。ライブドア事件が発覚して以来、多くの読者から次回の経済レポートでライブドア・ショックを取り上げて欲しいという希望が寄せられていた。当初はライブドア事件を経済レポートで取り上げる気は全くなかった。私は第28回経済レポート（疑惑の特別目的会社）においてベル24を分析して以来、もう二度とこの経済レポートで個別企業分析を取り上げることはしたくないと思っていたのである。私が決算書を見れば粉飾を発見してしまう。私は公表されている全ての財務諸表が適正なものであることを強く願うものである。財務諸表の虚偽記載を発見し、粉飾の手口を分析という手法のみにより解析していくのは、まことに辛い作業でもある。今回のライブドアにおいても粉飾の手口は実に悲惨なものであった。しかし、それでもなお上場企業の圧倒的多数の公表財務諸表は適正なものであり、多くの公認会計士が財務諸表の適正表示のために頑張っていることを、私は誰よりもよく知っている。ライブドアの経営者はまことに資本市場における財務諸表の開示制度の重要性の認識が足りない。しかし、新興市場における若い経営者の多くはこんなものなのであり、その中で多くの公認会計士が正に身体を張って粉飾決算を防止し適正な財務諸表へと指導していることを、私以上に知っている者はいない。



ライブドアが粉飾事件として摘発されている以上、いずれライブドアの粉飾の実態は歴史の前に明らかになる。であれば私自身が究明してみたいと思ひ至り、この長い分析を行なった。読者のご批判を仰ぐところである。

2006年1月31日

#### 本稿閲覧に際しての特段の注意

本稿は私的な閉鎖型経済研究会の限定会員の研究活動のために執筆されたものであり、他の目的のために本稿を利用することは出来ません。本稿は経済レポートの登録会員の閲覧のみの目的で作成されており、本稿を登録会員以外の閲覧のために転載したり複写することは出来ません。本稿はその内容中に多くの推論を含んでいますが、その推論は著者の推論であり、事実が推論と一致しているという保証はありません。本稿の購読に際しては読者自身が本稿による推論を検証していただくようお願い致します。また、言うまでもないことですが、本稿は特定の個人・組織体や団体を誹謗中傷することを目的とするものではありません。このレポートで取り上げた事例は現在事件化され捜査が行なわれていますが、本稿は本件における捜査当局ならびに容疑者のいずれの立場に立つものでもありません。本事例は、公表資料と公表財務諸表による財務分析研究事例として取り上げたものです。